

University of Groningen

Economische waarde van gekochte goodwill

Huijgen, C. A.

Published in:
Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie

IMPORTANT NOTE: You are advised to consult the publisher's version (publisher's PDF) if you wish to cite from it. Please check the document version below.

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

Publication date:
1997

[Link to publication in University of Groningen/UMCG research database](#)

Citation for published version (APA):

Huijgen, C. A. (1997). Economische waarde van gekochte goodwill. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 71(9), 417-427. [1342].

Copyright

Other than for strictly personal use, it is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

The publication may also be distributed here under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license. More information can be found on the University of Groningen website: <https://www.rug.nl/library/open-access/self-archiving-pure/taverne-amendment>.

Take-down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Downloaded from the University of Groningen/UMCG research database (Pure): <http://www.rug.nl/research/portal>. For technical reasons the number of authors shown on this cover page is limited to 10 maximum.

Economische waardering van gekochte goodwill

Dr. C.A. Huijgen

EXTERNE VERSLAGGEVING

1 Inleiding

Sinds het einde van de jaren zestig is binnen het verslaggevingsonderzoek de aandacht verschoven van de verantwoordingsfunctie naar de informatiefunctie van de jaarrekening. De belangstelling voor de informatiefunctie van de jaarrekening stimuleerde een drietal onderzoeksgebieden: onderzoek naar het nut van de externe verslaggeving voor formele beslissingsmodellen, onderzoek naar de percepties van de jaarrekening door individuele gebruikers en onderzoek naar de invloed van de externe verslaggeving op de prijsvorming op de vermogensmarkt, het zogenaamde marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek (Belkaoui, 1992).

Tevens werd aan het eind van de jaren zeventig onderkend, dat verslaggevingscijfers naast de verantwoordings- en informatiefunctie ook een rol kunnen hebben in contracten tussen belanghebbenden bij ondernemingen. Met name wanneer sprake is van informatieasymmetrie tussen interne en externe belanghebbenden, kan de jaarrekening bijdragen aan het beheersen van agentschapskosten die ontstaan als gevolg van het nastreven van eigenbelang van individuen (Watts en Zimmerman, 1986).

In dit artikel wordt het paradigma van het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek toegepast in het bestuderen van de economische waardering van gekochte goodwill. In het bijzonder richten we ons op de volgende problemen:

- 1 Wordt gekochte goodwill door beleggers gezien als een actief dat bijdraagt aan de verklaring van verschillen in marktwaarden tussen ondernemingen?
- 2 Kennen beleggers minder waarde toe aan een

gulden gekochte goodwill dan aan een gulden gerapporteerd eigen vermogen?

- 3 Welke levensduur hechten beleggers aan gekochte goodwill?

De motivering voor deze studie is vooral gelegen in de controverse die er binnen de externe verslaggevingsprofessie bestaat omtrent de methode waarmee gekochte goodwill in de jaarrekening dient te worden verwerkt. Met name het al dan niet opnemen van gekochte goodwill in de balans is punt van discussie. De controverse omtrent activering is voornamelijk terug te voeren op het verschil in nadruk dat wordt gelegd op de kwalitatieve kenmerken waaraan de jaarrekening moet voldoen. De resultaten van deze studie kunnen een bijdrage vormen aan de discussie over het al dan niet activeren van gekochte goodwill, alsmede over een passende afschrijvingstermijn in geval activering aan de orde is.

Dit artikel is gebaseerd op het proefschrift 'Valuation of purchased goodwill', dat in april 1996 is verschenen. Paragraaf 1 bevat de inleiding en de probleemstelling. In paragraaf 2 besteden we aandacht aan theoretische modellen, die ten grondslag liggen aan het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek in het algemeen en onze studie in het bijzonder. Tevens wordt een over-

Dr. C.A. Huijgen is als universitair docent verbonden aan de sectie Financiering, Belegging en Accounting van de Faculteit der Economische Wetenschappen van de Rijksuniversiteit Groningen. Hij promoveerde aan laatstgenoemde universiteit op het proefschrift 'Valuation of Purchased Goodwill: Economic and Accounting Approaches', waarvan dit artikel een samenvatting vormt.

zicht gegeven van de belangrijkste empirische resultaten binnen het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek in de afgelopen 30 jaar. Paragraaf 3 gaat in op de discussie over de wijze waarop goodwill in de jaarrekening dient te worden verwerkt. In paragraaf 4 worden de door ons gestelde onderzoeksvragen beantwoord aan de hand van een empirisch onderzoek betreffende Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Paragraaf 5 bevat de conclusies.

2 Marktgeoriënteerd verslaggevingsonderzoek

Het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek houdt zich bezig met de vraag of de externe verslaggeving de prijsvorming op vermogensmarkten beïnvloedt en zo ja, op welke wijze. Koersreacties op grond van externe verslaggevingscijfers geven een indicatie van het belang van dergelijke informatie bij het nemen van beslissingen. Koersreacties kunnen immers gezien worden als de geaggregeerde uitkomst van transacties tussen individuele marktparticipanten. Wijzigingen in aandelenprijzen die verband houden met de bekendmaking van verslaggevingscijfers, duiden dan ook op de relevantie van dergelijke cijfers.

Er zijn verschillende methoden om de vermogensmarktreactie op verslaggevingscijfers te meten. In de eerste plaats kan worden onderzocht in hoeverre verslaggevingscijfers in staat zijn aandelenprijzen van ondernemingen te verklaren. In de tweede plaats kan de afwijking van gepubliceerde verslaggevingscijfers ten opzichte van eerdere verwachtingen worden gerelateerd aan aandelenrendementen. In de derde plaats kan een verband worden gelegd tussen verslaggevingscijfers en markt bepaalde risicomatstaven. De eerstgenoemde methode wordt door ons aangeduid als waarderingsanalyse, de tweede methode als rendementsanalyse en de derde methode als risicoanalyse. Elk van deze methoden zal worden gebruikt om de economische waardering van gekochte goodwill te onderzoeken.

De specifieke uitwerking van het waarderingsmodel en het rendementsmodel is gebaseerd op Ohlson (1995). Aan de hand van een drietal veronderstellingen ontwikkelt Ohlson een vergelijking waarbij de marktwaarde wordt uitgedrukt als een gewogen gemiddelde van het gerapporteerde

eigen vermogen en de gekapitaliseerde winst. In de eerste plaats wordt aangenomen dat de marktwaarde wordt bepaald door kapitalisatie van toekomstige dividenden. In de tweede plaats wordt uitgegaan van de gedachte dat alle veranderingen in het eigen vermogen (uitgezonderd stortingen en onttrekkingen) via de winst- en verliesrekening lopen¹, en in de derde plaats wordt een bepaald tijdsverloop van buitengewone winsten verondersteld. Het waarderingsmodel kan worden geherformuleerd als een rendementsmodel, waarbij het marktrendement wordt bepaald door de gerapporteerde winst en de verandering hierin ten opzichte van het voorgaande jaar (zie bijvoorbeeld Easton en Harris, 1991). Het risicomodel wordt uitgewerkt op grond van de gedachte dat de hoogte van aandelenbeta's afhankelijk is van de mate van financiële hefboomwerking, gemeten door de marktwaarde van het eigen en vreemd vermogen (Copeland en Weston, 1988).

De empirische resultaten binnen het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek kunnen globaal worden ingedeeld in een drietal thema's (Lev en Ohlson, 1982; Bernard, 1989). Het eerste thema behelst onderzoek naar marktreacties rondom de aankondiging van verslaggevingscijfers. Het tweede thema betreft het effect van verschillen tussen en vrijwillige wijzigingen in verslaggevingsprocedures op aandelenkoersen. Het derde thema omvat studies die zich bezighouden met markteffecten van nieuwe of veranderende regelgeving met betrekking tot de verslaggeving.

Empirische studies binnen het eerste thema tonen duidelijk aan dat de aandelenmarkt reageert op de aankondiging van verslaggevingscijfers. Met name bestaat er verband tussen de richting en de grootte van winstveranderingen en de richting en de grootte van rendementen, hoewel het verband verre van perfect is. Een aanzienlijk deel van de marktreacties gaat reeds vooraf aan de aankondiging van jaarcijfers, wat duidt op het gebruik van andere, meer tijdige, informatiebronnen in het prijsvormingsproces. Naast de gerapporteerde winst bevatten ook andere verslaggevingscijfers informatie voor beleggers, hoewel dit vraagstuk minder aandacht in empirische onderzoekingen heeft gekregen.

Onderzoek binnen het tweede thema is vanuit politiek oogpunt relevant, in die zin dat kan

worden vastgesteld of alleen de verstrekking van verslaggevingscijfers ertoe doet of ook de vorm waarin de cijfers worden gepresenteerd. Het empirisch onderzoek op dit gebied toont aan dat marktpartijen in het algemeen niet gefixeerd zijn op het gerapporteerde winstcijfer. De resultaten zijn echter niet volledig ondubbelzinnig, met name omdat zich interpretatieproblemen kunnen voordoen. Enerzijds is het moeilijk om in te schatten of de stelselverschillen en stelselwijzigingen uitsluitend kosmetisch zijn, dan wel of ze indirect toch financiële gevolgen hebben. Dit laatste kan veroorzaakt worden door de contractuele rol die verslaggevingscijfers kunnen hebben. Anderzijds doet zich de mogelijkheid voor dat marktpartijen stelselwijzigingen van tevoren hebben zien aankomen, waardoor een reactie op het moment van aankondiging van de stelselwijzigingen uitblijft.

Het bestuderen van marktreacties rondom wijzigingen in de regelgeving, het derde thema, brengt economische gevolgen van dergelijke wijzigingen in kaart en kan dus bijdragen aan een zinvolle afweging van baten en lasten van een bepaald systeem van regelgeving. De resultaten van deze categorie studies zijn moeilijk onder één noemer te brengen. In de groep onderzoeken waarbij marktreacties naar aanleiding van een door regelgeving verplichte uitbreiding van verslaggeving worden onderzocht, wordt een dergelijke reactie soms wel en soms niet aangetoond. Uit de onderzoeken die betrekking hebben op verplichte wijzigingen in verslaggevingsprocedures, vallen eveneens geen ondubbelzinnige conclusies te trekken, mede vanwege de eerder genoemde interpretatieproblemen.

De methode van de rendementsanalyse is het meest toegepast in het empirische onderzoek ter zake van de bovengenoemde thema's (Atiase en Tse, 1986). Dit heeft onder andere te maken met het feit dat de methoden van waarderingsanalyse en risicoanalyse problemen met zich meebrengen. Binnen de waarderingsanalyse is het verband tussen huidige en toekomstige winsten moeilijk voorspelbaar, zeker wanneer gerapporteerde winsten tijdelijke elementen bevatten. Verder is het aannemelijk dat marktwaarden en beta's niet alleen door verslaggevingscijfers worden beïnvloed, waardoor de geformuleerde modellen incompleet zijn. Ten slotte is de keuze van beta als risicomaatstaf binnen de risicoanalyse niet onomstreden

binnen de financieringsliteratuur (Fama en French, 1992). Dit probleem vindt ook zijn weerslag in disconteringsoperaties binnen de waarderingsanalyse. Daartegenover kan gesteld worden dat ook de rendementsanalyse behept is met enkele moeilijkheden. Met name de tijdsperiode waarover marktrendementen gemeten worden, is van cruciaal belang. Deze moet namelijk vallen rondom de publicatie van onverwachte verslaggevingscijfers. Hierbij wordt verondersteld dat beleggers niet reeds hebben geanticipeerd op deze cijfers. Bovendien is de keuze voor een verwachtingsmodel onontbeerlijk voor het vaststellen of winstaankondigingen afwijken van verwachtingen (Lev, 1989).

Op grond van bovenstaande overwegingen is de keuze voor één van de methoden niet eenduidig te bepalen. Verschillende auteurs (onder anderen Kothari en Zimmerman, 1995) pleiten dan ook voor het gebruik van meer dan één methode, waardoor de volledigheid van de conclusies zal toenemen. Wij zullen elk van de methoden dan ook toepassen in de bestudering van de gestelde onderzoeksvragen. Wel ligt de nadruk op de waarderingsanalyse, conform de aard van de vraagstellingen.

3 Goodwill in de jaarrekening

Voordat wordt ingegaan op de discussie over de wijze waarop goodwill in de jaarrekening dient te worden verwerkt, is het zinvol de vraag te stellen of alleen de verstrekking van informatie terzake van goodwilluitgaven voor gebruikers relevant is of ook de manier waarop de verwerking van deze uitgaven plaatsvindt. Uitgaande van de efficiënte markthypothese is alleen de verstrekking van informatie van belang, voorzover de verschillende verwerkingsmethoden geen geldelijke gevolgen hebben. Dit laatste lijkt enigszins prematuur, omdat verslaggevingscijfers een contractuele rol kunnen hebben tussen belanghebbenden in de onderneming. Alternatieve verwerkingsmethodes van goodwill zijn van invloed op het gerapporteerde eigen vermogen en de winst, waardoor contracten in de vorm van bijvoorbeeld bonussystemen of schuldconventanten beïnvloed kunnen worden.

Goodwill laat zich in het algemeen omschrijven als de contante waarde van toekomstige

winstcapaciteit die boven de normale winstcapaciteit uitgaat. Dit geldt voor zowel gekochte goodwill die ontstaat bij overnames als voor zelf gevormde goodwill. Toch is het laatste onderscheid van belang voor de externe verslaggeving, omdat gekochte goodwill gewoonlijk wel in aanmerking komt voor activering, terwijl zelf gevormde goodwill niet op de balans verschijnt.

De Nederlandse regelgeving is uitermate permissief voor wat betreft de toegestane methoden om gekochte goodwill in de jaarrekening te verwerken. Ondernemingen hebben de keus om enerzijds de goodwill in één keer af te boeken van het eigen vermogen of het resultaat en anderzijds de goodwill te activeren. In het geval dat goodwill wordt geactiveerd, moet deze worden afgeschreven over de verwachte gebruiksduur. Indien wordt gekozen voor een afschrijvingsduur langer dan vijf jaar, moeten de redenen hiervoor worden vermeld. Ook sommige andere Europese landen kennen deze opties, zij het dat er internationaal gezien een tendens bestaat om uitsluitend activering van gekochte goodwill toe te staan. Voor wat betreft de boekhoudkundige verwerking van uitgaven voor zelf gevormde goodwill bestaat er in de internationale regelgeving veel meer overeenstemming. Deze uitgaven komen niet in aanmerking voor activering en moeten direct ten laste van het resultaat worden gebracht. De reden voor deze verwerkingsmethode ligt in het feit dat kosten voor zelf gevormde goodwill niet op een betrouwbare wijze kunnen worden vastgesteld, waardoor activering als onjuist wordt beschouwd.

De discussie binnen de verslaggevingsprofessie over een wenselijk geachte verwerkingswijze van goodwill heeft vooral betrekking op gekochte goodwill. Ongetwijfeld is de uiteenlopende regelgeving in diverse landen hieraan debet. Het lijkt moeilijk om binnen het debat tot een aanvaardbare oplossing te komen, aangezien het belang dat wordt gehecht aan elk van de kwalitatieve kenmerken van de jaarrekening, verschilt. Zo benadrukken voorstanders van activering de relevantie van de jaarrekening, terwijl tegenstanders de betrouwbaarheid van de jaarrekening hoog achten. Bovendien worden de kwalitatieve kenmerken soms op een verschillende wijze geïnterpreteerd. Voorstanders van activering wijzen op een consistente verwerking van enerzijds gekochte goodwill en anderzijds materiële activa. Tegen-

standers van activering benadrukken een consistente verwerking van enerzijds gekochte goodwill en anderzijds zelfgevoormde goodwill. Overigens zij erop gewezen dat de consequentie van een consistente aanpak van zelfgevoormde en gekochte goodwill betekent dat gekochte goodwill ten laste van het resultaat wordt gebracht en niet ten laste van het eigen vermogen. Het ten laste brengen van het resultaat wordt echter in het algemeen ook door tegenstanders van activering niet aanvaardbaar geacht.

4 Marktw waardering van gekochte goodwill

Marktgeoriënteerd verslaggevingsonderzoek is bij uitstek geschikt voor het meten van de percepties van beleggers ten aanzien van gekochte goodwill. We zullen in het onderstaande dan ook onderzoeken in hoeverre vermogensmarktvariabelen gerelateerd zijn aan de informatie die ondernemingen in de jaarrekening verstrekken over de uitgaven, die voor gekochte goodwill zijn verricht. De in Nederland heersende verslaggevingspraktijk komt er globaal op neer dat gekochte goodwill wordt afgeboekt van het eigen vermogen en dat informatie over deze afboeking wordt verstrekt in de toelichting op de balans.

In deze paragraaf zullen we eerst aandacht besteden aan de onderzoeksofzet, waarin de getoetste vergelijkingen tussen vermogensmarktvariabelen en de verslaggevingsvariabelen worden weergegeven. Vervolgens zullen we een beschrijving geven van de gebruikte data van Nederlandse ondernemingen. Daarna worden de uitkomsten van de getoetste vergelijkingen weergegeven en besproken. Voorzover we in deze paragraaf de term 'goodwill' hanteren, heeft deze betrekking op 'gekochte goodwill'.

4.1 Onderzoeksofzet

In paragraaf 2 hebben we reeds gesproken over de methoden die in het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek kunnen worden gebruikt om de vermogensmarktreactie op verslaggevingscijfers te meten. Voor elk van de methoden, de waarderingsanalyse, de rendementsanalyse en de risicoanalyse, ontwikkelen we een variabele, die de uitgaven voor goodwill representeert. Deze variabele wordt naast andere verslaggevingsvariabelen in de onderscheiden methoden opgenomen.

In de waarderingsanalyse, waarbij de marktwaarde wordt uitgedrukt als een gewogen gemiddelde van het gerapporteerde eigen vermogen en de gekapitaliseerde winst, wordt een balanspost 'goodwill' geconstrueerd op basis van gecumuleerde uitgaven in het verleden. We veronderstellen hierbij lineaire afschrijving van goodwill over een bepaalde periode. We gaan als het ware uit van de situatie die ontstaan zou zijn als ondernemingen goodwill hadden geactiveerd. Deze variabele vormt dus een stukje eigen vermogen en wordt apart in de vergelijking toegevoegd. De te toetsen waarderingsvergelijking ziet er als volgt uit:

$$P_t = \gamma_0 + \gamma_1 Y_t + \gamma_2 G_t + \gamma_3 CX_t + \epsilon_t \quad [1]$$

De marktprijs (P_t) wordt hierin gerelateerd aan het gerapporteerde eigen vermogen (Y_t), de gecumuleerde goodwilluitgaven (G_t), en de gekapitaliseerde winst (CX_t). De coëfficiënten γ_1 , γ_2 , en γ_3 geven het gewicht weer dat aan de diverse verslaggevingscijfers wordt gegeven. Alle coëfficiënten worden verondersteld positief te zijn.

In de rendementsanalyse, waarbij het rendement is gemodelleerd in termen van de gerapporteerde winst en de verandering hierin ten opzicht van het voorgaande jaar, komt de gecumuleerde goodwill eveneens tot uitdrukking. Dit geschiedt door toevoeging van enerzijds een geconstrueerde afschrijvingslast op goodwill en anderzijds de verandering hierin ten opzichte van het voorgaande jaar naar analogie van de gerapporteerde winst en winstverandering. Dit leidt tot de volgende rendementsvergelijking:

$$R_t = \delta_0 + \delta_1 \frac{X_t}{P_{t-1}} + \delta_2 \frac{(X_t - X_{t-1})}{P_{t-1}} + \delta_3 \frac{GA_t}{P_{t-1}} + \delta_4 \frac{(GA_t - GA_{t-1})}{P_{t-1}} + \epsilon_t \quad [2]$$

Hierin wordt het rendement afhankelijk gesteld van de gerapporteerde winst (X_t), de winstverandering ($X_t - X_{t-1}$), de goodwillafschrijving (GA_t) en de verandering in de goodwillafschrijving ($GA_t - GA_{t-1}$). De coëfficiënten worden gerepresenteerd door δ_1 tot en met δ_4 . Omtrent het teken van de coëfficiënten, mogen we verwachten dat δ_1 en δ_3 positief, maar δ_2 en δ_4 negatief zullen zijn.

In de risicoanalyse, tenslotte, wordt de gerapporteerde financiële hefboomwerking als verklarende variabele van de aandelenbeta aangevuld met de gecumuleerde goodwill als component van

het eigen vermogen. Hierbij veronderstellen we dat het gerapporteerde eigen en vreemd vermogen een redelijke afspiegeling vormen van hun respectievelijke marktwaarden. We kunnen de te toetsen risicovergelijking als volgt weergeven:

$$\beta_t = \eta_0 + \eta_1 \frac{Y_t}{Z_t} + \eta_2 \frac{G_t}{Z_t} \quad [3]$$

De beta wordt in bovenstaande vergelijking in verband gebracht met de verhouding tussen eigen en vreemd vermogen (Y_t/Z_t) en de verhouding tussen gecumuleerde goodwill en vreemd vermogen (G_t/Z_t). Naarmate de financiële hefboomwerking groter wordt, zal de beta toenemen. Derhalve zullen de coëfficiënten η_1 en η_2 naar verwachting een negatieve waarde aannemen.

4.2 Data

Voor de samenstelling van de steekproef zijn we uitgegaan van de jaarrekeningen van Nederlandse niet-financiële ondernemingen², die in de periode van 31 mei 1990 tot en met 31 mei 1994 genoteerd stonden aan de Amsterdamse effectenbeurs. De te gebruiken variabelen, die per aandeel zijn berekend, zijn als volgt gedefinieerd:

Marktprijs (P_t):

De marktprijs is de slotkoers op de laatste handelsdag in mei volgend op de afsluiting van het boekjaar. Op deze wijze houden we rekening met de vertraging waarmee de jaarrekening wordt gepubliceerd en kunnen we ervan uitgaan dat de cijfers bekend zijn bij aandeelhouders.

Rendement (R_t):

Het rendement is berekend over een periode van 17 maanden, die loopt van de eerste dag van het boekjaar (januari) tot en met vijf maanden na afloop van het boekjaar (mei). Zodoende is het gehele boekjaar in beschouwing genomen en de periode waarin de cijfers ter beschikking komen aan aandeelhouders.

Beta (β_t):

We hebben de beta berekend door de maandelijkse rendementen van de onderneming te regresseren op de maandelijkse rendementen van de CBS herbeleggingsindex over een periode van 60 maanden die eindigt op de laatste handelsdag van mei volgend op het boekjaar. De hellingscoëfficiënt van de regressieuitkomst representeert de beta.

Boekwaarde van het eigen vermogen (Y_t);

De boekwaarde van het eigen vermogen is de waarde zoals die door de onderneming is gepubliceerd. Indien van toepassing is de geactiveerde goodwill van het gerapporteerde eigen vermogen afgetrokken om dubbelstellingen te voorkomen.

Boekwaarde van het vreemd vermogen (Z_t);

De boekwaarde van het vreemd vermogen is berekend als het totaal van kort- en langlopende schulden, inclusief de voorzieningen. Hoewel opname van voorzieningen enigszins discutabel lijkt, menen we toch deze als schuld op te vatten overeenkomstig hun bestemming, dat is: bedoeld voor toekomstige verplichtingen en verliezen, die redelijkerwijs kunnen worden geschat.

Winst (X_t);

Als winstcijfer hebben we de winst voor buitengewone baten en lasten genomen. Dit bedrag vormt een betere benadering van de toekomstige prestaties dan de winst na buitengewone baten en lasten en zal derhalve meer informatief zijn voor waarderingsdoeleinden. Ook bij de winst is een eventuele afschrijving op goodwill buiten beschouwing gelaten. Voor de waarderingsanalyse hebben we het winstcijfer gekapitaliseerd tegen de risicovrije voet (CX_t). Dit is het éénjarige tarief van de Amsterdam Interbank Offered Rate (AIBOR), dat geldt op de laatste handelsdag van mei volgend op het boekjaar.

Boekwaarde van gecumuleerde goodwill (G_t);

De gegevens betreffende goodwillinvesteringen zijn direct betrokken van de jaarrekening zelf. In de toelichting op de balans zijn deze uitgaven vermeld, hetzij als een directe afboeking van het eigen vermogen, hetzij als een investering in immateriële activa. Om een balanspost 'goodwill' te creëren, hebben we de goodwilluitgaven over een reeks van jaren gecumuleerd in de veronderstelling dat jaarlijkse goodwillbetalingen hebben plaatsgevonden aan het begin van het boekjaar en dat de afschrijving lineair verloopt. Derhalve zal de balanspost goodwill in jaar t bij een afschrijvingstermijn van tien jaar als volgt zijn opgebouwd:

$$G_t = 0.9 * GE_t + 0.8 * GE_{t-1} + \dots + 0.2 * GE_{t-7} + 0.1 * GE_{t-8} \quad [4]$$

waarbij GE_t de jaarlijkse goodwillbetaling representeert.

Afschrijvingslast van de gecumuleerde goodwill (GA_t);

De jaarlijkse afschrijvingslast op de gecumuleerde goodwill is eveneens berekend op basis van de hierboven genoemde veronderstellingen. Dus bij een afschrijvingsperiode van tien jaar zal de afschrijvingslast in jaar t worden vastgesteld op:

$$GA_t = 0.1 * GE_t + 0.1 * GE_{t-1} + \dots + 0.1 * GE_{t-8} + 0.1 * GE_{t-9} \quad [5]$$

We hebben het aantal waarnemingen in onze steekproef beperkt op grond van de volgende restricties:

- Alle gegevens voor het berekenen van de vereiste variabelen moeten beschikbaar zijn. Dit houdt in dat een reeks van historische goodwillinvesteringen benodigd is om de boekwaarde van gecumuleerde goodwill te bepalen, afhankelijk van de veronderstelde afschrijvingstermijn. Een afschrijvingstermijn van tien jaar bijvoorbeeld, komt neer op een reeks van tien opeenvolgende goodwillinvesteringen. Om het aantal waarnemingen niet te zeer te beperken³, hebben we deze voorwaarde verzacht tot een beschikbare reeks van vijf opeenvolgende goodwillbetalingen.
- Ondernemingen met een boekjaar ongelijk aan het kalenderjaar zijn uitgesloten. Deze voorwaarde hebben we gesteld om de tijdsperiode tussen de afsluiting van het boekjaar en de meting van marktprijzen en rendementen voor elke onderneming gelijk te laten zijn.
- Alleen ondernemingen met een min of meer frequente handelsomzet zijn in de steekproef opgenomen, aangezien de veronderstelling van een efficiënte koersvorming voor deze ondernemingen het meest voor de hand ligt. De afkappgrens bepalen we op een gemiddelde dagelijkse handelsomzet van minimaal 50.000 gulden gedurende de onderzoeksperiode.
- We hebben zogenaamde uitbijters verwijderd om buitenproportionele beïnvloeding van de resultaten te voorkomen. Uitbijters zijn gedefinieerd als die waarnemingen, waarvan de variabelen meer dan drie standaarddeviaties van het gemiddelde van de steekproef zijn verwijderd.

4.3 Resultaten

Achtereenvolgens zullen we de uitkomsten bespreken van de regressieanalyses, die we aan de hand van de vergelijkingen [1], [2] en [3] hebben

uitgevoerd. De analyses betreffen een cross-sectionele regressie voor de jaren 1989 tot en met 1993. De resultaten zijn in verschillende tabellen afgebeeld. De tabellen hebben alle dezelfde opbouw. De vermelde getallen in de tabellen geven de regressiecoëfficiënten weer, terwijl de getallen tussen haakjes de bijbehorende t-waarden aanduiden. Ook de determinatiecoëfficiënt¹ (R^2) is in de tabel opgenomen, evenals de F-waarde.² In de laatste kolom staat het aantal waarnemingen van de desbetreffende steekproef. De tabellen vermelden de uitkomsten van elk van de onderzochte jaren, alsmede de uitkomsten van de gecombineerde waarnemingen over alle jaren ('gepoolde' steekproef). Alle regressieanalyses zijn uitgevoerd onder de veronderstelling van een afschrijvingsperiode van tien jaar voor gekochte goodwill.

Tabel 1 vat de uitkomsten van de waarderinganalyse volgens vergelijking [1] samen. De algehele relatie tussen de marktprijs en de verslaggevingsvariabelen is vrij overtuigend. In elk van de onderzochte jaren wordt meer dan 60 procent van de cross-sectionele variatie in marktprijzen verklaard door het gerapporteerde eigen vermo-

gen, de gecumuleerde goodwill en de gekapitaliseerde winst. Verder zijn de coëfficiënten γ_1 , γ_2 en γ_3 positief en significant. Voor ons onderzoek is met name de interpretatie van de coëfficiënt γ_1 van belang, die de perceptie van beleggers ten aanzien van gecumuleerde goodwill weergeeft. De positieve en significante waarde in elk van de onderzochte jaren duidt erop dat beleggers waarde toekennen aan goodwill. Bovendien valt op dat de regressiecoëfficiënt γ_1 drie tot twaalf maal groter is dan γ_3 . Dit betekent dat beleggers beduidend meer waarde hechten aan een gulden gekochte goodwill dan aan een gulden gerapporteerd eigen vermogen.

Om nu nader te onderzoeken welke percepties beleggers hebben aangaande een eventuele waardevermindering van gekochte goodwill, kunnen we een impliciete afschrijvingstermijn bepalen, zodanig dat de waardering van een gulden gecumuleerde goodwill gelijk is aan een gulden gerapporteerd eigen vermogen. Voor een dergelijke analyse moeten we een tweetal aanvullende veronderstellingen maken: in de eerste plaats dat de jaarlijkse goodwillinvesteringen constant zijn en in de tweede plaats dat afschrij-

Tabel 1: Verband tussen marktprijzen en verslaggevingsvariabelen

coëff. jaar	γ_0	γ_1	γ_2	γ_3	R^2	F-waarde	N
1989	16.27 (2.06) *	0.27 (1.70) *	1.88 (2.71)**	0.46 (5.66)**	0.60	30.50**	61
1990	17.98 (3.68)**	0.27 (2.94)**	2.40 (5.61)**	0.25 (6.52)**	0.71	55.25**	66
1991	14.70 (3.17)**	0.17 (1.74)**	1.94 (5.97)**	0.40 (7.56)**	0.79	87.25**	68
1992	18.69 (3.18)**	0.21 (2.02) *	1.12 (2.67)**	0.31 (7.77)**	0.70	50.62**	65
1993	13.99 (2.52)**	0.52 (4.80)**	1.83 (3.88)**	0.28 (6.96)**	0.79	91.17**	71
alle jaren	17.62 (6.70)**	0.31 (6.18)**	1.69 (8.14)**	0.32 (15.03)**	0.71	269.11**	331

* variabelen significant op het 5% niveau;
 ** variabelen significant op het 1% niveau.

Tabel 2: Schatting van de gepercipieerde afschrijvingsperiode

<i>jaar</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>alle jaren</i>
afschrijvingstermijn	47	68	51	44	31	42

vingen lineair geschieden. De mate waarin de coëfficiënten γ_1 en γ_2 zich tot elkaar verhouden in regressievergelijking [1], waarin in plaats van de gecumuleerde goodwill de gemiddelde jaarlijkse goodwillinvesteringen zijn opgenomen, geeft een indruk van de impliciete afschrijvingstermijn⁶. Deze staat in tabel 2 vermeld voor elk der onderzochte jaren.

Uit tabel 2 valt op te maken, dat de impliciete afschrijvingstermijn verschilt van 31 jaar in 1993 tot 68 jaar in 1990, wat erop duidt dat beleggers goodwill percipiëren als een actief met een tamelijk lange economische levensduur. We benadrukken echter, dat deze analyse met de nodige voorzichtigheid moet worden betracht, gezien de nogal stringente veronderstellingen.

In tabel 3 worden de uitkomsten van de rendementsanalyse weergegeven volgens regressievergelijking [2].⁷ De algehele uitkomsten zijn niet

indrukwekkend, gezien de lage R^2 van 21 procent. De coëfficiënten van de variabelen winst en de verandering van de winst hebben in elk van de onderzochte jaren het verwachte positieve teken. Op één uitzondering na zijn beide coëfficiënten significant. De coëfficiënten van de goodwillvariabelen dragen echter niet significant bij aan de verklaring van de cross-sectionele variatie in rendementen. Blijkbaar neemt de verklarende kracht van de gerapporteerde winst niet toe door daarop berekende afschrijvingen op gecumuleerde goodwill in mindering te brengen.

Tabel 4 brengt de resultaten van de risico-analyse volgens vergelijking [3] in beeld. De uitkomsten zijn nogal teleurstellend te noemen. Slechts één procent van de cross-sectionele variatie in beta is te verklaren door de beide financiële hefboomratio's. De coëfficiënt van het gerapporteerde eigen vermogen is negatief in alle onderzochte jaren, maar slechts significant in de

Tabel 3: Verband tussen marktrendementen en verslaggevingsvariabelen

<i>coëff.</i>	δ_0	δ_1	δ_2	δ_3	δ_4	R^2	<i>F-waarde</i>	<i>N</i>
<i>jaar</i>								
1990	-0.21 (-3.04)**	2.28 (4.44)**	2.55 (3.27)**	4.55 (1.62)	-2.95 (-0.36)	0.40	11.62**	64
1991	-0.00 (-0.05)	1.46 (2.80)**	1.25 (2.24) *	3.91 (1.84) *	3.66 (0.82)	0.17	4.31**	66
1992	-0.22 (-2.30)**	2.43 (3.76)**	0.47 (0.74)	2.41 (1.58)	4.81 (0.69)	0.38	9.72**	59
1993	0.46 (4.60)**	0.89 (1.08)	2.02 (2.82)**	2.61 (1.05)	14.02 (0.79)	0.14	3.46**	64
alle jaren	0.01 (0.22)	1.34 (3.72)**	1.73 (4.65)**	6.11 (4.47)**	0.89 (0.19)	0.21	17.43**	253

* variabelen significant op het 5% niveau;

** variabelen significant op het 1% niveau.

Tabel 4: Verband tussen beta's en verslaggevingsvariabelen

<i>coëff.</i> <i>jaar</i>	η_0	η_1	η_2	R^2	F -waarde	N
1989	0.90 (11.78)**	-0.02 (-0.18)	0.89 (2.09) *	0.04	2.20	61
1990	1.03 (15.13)**	-0.08 (-0.94)	0.10 (0.28)	0.00	0.46	66
1991	1.10 (16.00)**	-0.11 (-1.54)	0.28 (0.94)	0.02	1.68	68
1992	1.11 (12.71)**	-0.12 (-1.40)	-0.37 (-1.02)	0.01	1.46	63
1993	1.07 (12.30)**	-0.03 (-0.37)	-0.54 (-1.27)	0.00	0.99	63
alle jaren	1.05 (30.73)**	-0.08 (-2.17) *	0.01 (0.08)	0.01	2.36 *	321

* variabelen significant op het 5% niveau;

** variabelen significant op het 1% niveau.

'gepoolde' regressie. De coëfficiënt van de gecumuleerde goodwill is afwisselend negatief en positief, maar ontbeert elk redelijk significantieniveau.

Er is echter reden te twijfelen aan de betrouwbaarheid van de geschatte beta van kleinere, minder aan de beurs verhandelde ondernemingen. Zo kan de genoteerde slotkoers de daadwerkelijke handelskoers van een eerder tijdstip weergeven. Derhalve kan bij het berekenen van de maandelijkse rendementen de genoteerde koers aan het eind van de maand niet overeenstemmen met de genoteerde koers van de marktportefeuille (Roll, 1985). Daarom hebben we de regressie-analyse opnieuw uitgevoerd met die ondernemin-

gen, die op grond van hun handelsvolume aan de Amsterdamse effectenbeurs als 'hoofdfondsen' worden aangeduid. Omdat een regressie-analyse voor de afzonderlijke jaren te weinig waarnemingen zou opleveren, hebben we de analyse alleen uitgevoerd voor de 'gepoolde' steekproef.

In tabel 5 zijn de uitkomsten van deze analyse weergegeven. Er is een duidelijke verbetering van de resultaten te zien, zij het dat de R^2 tamelijk laag blijft. Zowel de coëfficiënt van het gerapporteerd eigen vermogen als die van de gecumuleerde goodwill zijn significant bij een betrouwbaarheidsniveau van 1 procent. Wanneer we de waarden van beide coëfficiënten met elkaar

Tabel 5: Verband tussen beta's en verslaggevingsvariabelen bij de 'hoofdfondsen'

<i>coëff.</i> <i>jaar</i>	η_0	η_1	η_2	R^2	F -waarde	N
alle jaren	1.50 (17.71)**	-0.43 (-2.85)**	-0.54 (-3.27)**	0.18	11.01**	90

* variabelen significant op het 5% niveau;

** variabelen significant op het 1% niveau.

vergelijken, valt op dat η_2 iets hoger is dan η_1 , wat duidt op een gepercipieerde afschrijvingstermijn van minimaal 10 jaar uitgaande van een gelijke waardering van een gulden gerapporteerd eigen vermogen ten opzichte van een gulden gecumuleerde goodwill.

5 Conclusie

Wanneer we de uitkomsten in onze empirische studie terugkoppelen naar de vragen die in de introductie zijn gesteld, kunnen we de volgende conclusies trekken. In de eerste plaats kennen beleggers waarde toe aan gekochte goodwill, in de zin dat marktwaarden en beta's mede worden verklaard door gecumuleerde goodwill. In de tweede plaats wordt de veronderstelde onzekerheid in toekomstige opbrengsten van goodwill niet als zodanig door beleggers ervaren, aangezien de vermogensmarkt minstens evenveel, zo niet meer waarde toekent aan een gulden gekochte goodwill dan aan een gulden gerapporteerd eigen vermogen. In de derde plaats beschouwt de vermogensmarkt gekochte goodwill als een actief met een vrij lange afschrijvingsduur van rond de 40 jaar. Deze laatste conclusie moet echter met de nodige voorzichtigheid worden betracht, aangezien de toegepaste analyse voor de afschrijvingsproblematiek op vrij stringente veronderstellingen berust.

Deze uitkomsten staan in contrast met de huidige Nederlandse verslaggevingspraktijk, die inhoudt dat gekochte goodwill van het eigen vermogen wordt afgeboekt. Alhoewel men op grond van de getoonde resultaten zou kunnen beweren, dat de verwerkingswijze van gekochte goodwill er niet toe doet, staat de huidige praktijk op gespannen voet met de wettelijke eis in artikel 362¹ dat de balans getrouw, duidelijk en stelselmatig de grootte van het vermogen weergeeft. Derhalve zouden de Nederlandse regelgevers moeten overwegen de activering van gekochte goodwill verplicht te stellen. Bovendien is er internationaal gezien de tendens om uitsluitend deze verwerkingswijze toe te staan. Nederland zou zich in dit opzicht in een uitzonderingspositie plaatsen als het blijft volharden in het huidige permissieve beleid.

Tegelijk met het vraagstuk van activering van gekochte goodwill doet zich het probleem voor van een wenselijke afschrijvingstermijn. Uit onze

studie kan met de nodige voorzichtigheid worden afgeleid dat gekochte goodwill door beleggers wordt ervaren als een actief met een lange afschrijvingsduur. Derhalve is het beleid van de Nederlandse regelgevers dat goodwill in geval van activering slechts over een langere periode dan 5 jaar mag worden afgeschreven als de onderneming dit uitdrukkelijk met redenen omkleedt, als tamelijk voorzichtig te kenschetsen. De Amerikaanse richtlijnen, die voorschrijven gekochte goodwill binnen 40 jaar af te schrijven, komen in dit opzicht meer overeen met onze resultaten.

Zoals in het bovenstaande naar voren is gekomen kunnen empirische studies in de lijn van het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek een bijdrage leveren aan discussies omtrent verslaggevingsvraagstukken. In dit kader kan een marktgeoriënteerde analyse ook nuttig zijn bij het beoordelen van recente bespiegelingen over de informatieverschaffing met betrekking tot bijvoorbeeld onderzoeks- en ontwikkelingskosten of financiële instrumenten. Theoretische ontwikkelingen binnen het marktgeoriënteerde verslaggevingsonderzoek, zoals bijvoorbeeld de modellen van Ohlson (1995), kunnen tevens nieuwe inzichten verschaffen in reeds eerder onderzochte vraagstellingen. Hierbij kan gedacht worden aan de winstvoorspellingsliteratuur of aan de literatuur ter zake van de waardebepaling van ondernemingen in het kader van fusies en overnames.

LITERATUUR

- Atiase, R.K. en S. Tse, (1986), Stock valuation models and accounting information: a review and synthesis, *Journal of Accounting Literature*, pp. 1-33.
- Belkaoui, A.R., (1992), *Accounting Theory*, derde editie, Academic Press, London.
- Bernard, V.L., (1989), Capital market research in accounting during the 1980s, *Working Paper*, University of Michigan.
- Copeland, T.E. en J.F. Weston, (1988), *Financial theory and corporate policy*, derde druk, Addison-Wesley, Reading, Massachusetts.
- Easton, P.D. en T.S. Harris, (1991), Earnings as an explanatory variable for returns, *Journal of Accounting Research*, voorjaar, pp. 19-36.
- Fama, E.F. en K.R. French, (1992), The cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, juni, pp. 427-465.

- Huijgen, C.A., (1996), *Valuation of purchased goodwill*, Labyrint Publication, Capelle a/d IJssel.
- Kothari, S.P. en J.L. Zimmerman, (1995), Price and return models, *Journal of Accounting and Economics*, september, pp. 155-192.
- Lev, B., (1989), On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decades of empirical research, *Current studies on the information content of accounting earnings*, supplement bij *Journal of Accounting Research*, pp. 153-192.
- Lev, B. en J.A. Ohlson, (1982), Market-based empirical research in accounting: a review, interpretation, and extension, *Studies on current research methodologies in accounting: a critical evaluation*, supplement bij *Journal of Accounting Research*, pp. 249-322.
- Ohlson, J.A., (1995), Earnings, book values and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting Research*, voorjaar, pp. 661-687.
- Roll, R., (1981), A possible explanation of the small firm effect, *Journal of Finance*, december, pp. 879-888.
- Watts, R.L. en J.L. Zimmerman, (1986), *Positive accounting theory*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

NOTEN

1 Voor de Nederlandse situatie lijkt deze aanname niet erg realistisch, gezien de rechtstreekse vermogensmutaties van bijvoorbeeld gekochte goodwill, herwaarderingen en koersresultaten van vreemde valuta. Zoals in het vervolg zal blijken, gaan we juist correcties maken voor afboekingen van gekochte goodwill. We denken dat dit type afboekingen de grootste inbreuk maakt op de veronderstelling dat alle mutaties via de winst- en verliesrekening lopen.

2 We hebben financiële instellingen buiten beschouwing gelaten vanwege een afwijkende balansstructuur. Met name bij de risicoanalyse, waar we maatstaven voor financiële hefboomwerking gebruiken, zouden de uitkomsten door dergelijke ondernemingen beïnvloed kunnen worden.

3 Gedurende de onderzoeksperiode zijn nogal wat ondernemingen naar de beurs gegaan. In de periode voor hun beursnotering is de jaarrekening in het algemeen moeilijk te verkrijgen.

4 De determinatiecoëfficiënt meet de fractie van de variatie van de afhankelijke variabele, die wordt verklaard door de onafhankelijke variabelen.

5 De F-waarde meet de significantie van alle variabelen gezamenlijk.

6 Voor een nadere uitleg over de gevolgde methodiek, zie Huijgen (1996, p. 98 e.v.).

7 De rendementsvergelijking is niet getoetst in het jaar 1989, omdat rendementscijfers pas vanaf 1990 beschikbaar waren.